

学校编码: 10384

分类号密级

学号: 32120121150557

UDC

廈門大學

硕士学位论文

声誉机制、信用评级与投资效率

**Reputation Mechanism, Credit Rating  
and Investment Efficiency**

黄倩

指导教师姓名: 王艳艳教授

专业名称: 财务学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年月

答辩委员会主席:

评阅人:

2015 年 6 月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年月日



# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

( ) 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

( ) 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年月日



## 摘要

在债务市场上，债券发行人与投资者之间存在信息不对称，不仅可能增加企业的债务融资成本，还可能导致信贷错配，因此增加信息供给是减弱债券市场信息不对称和债务融资成本的有效途径。信用评级是有效的信息供给，它可以向投资者传递债务人还本付息的能力和债务违约的风险，有助于降低债务融资成本，缓解了债务人与投资者之间的信息不对称，减少了金融投资中的信用风险，也促使了我国债券市场的健康发展。我国债券市场起步较晚，因此对信用评级这一信号指示器的研究较少，而且大多数从理论的角度分析，实证研究较少。

与先前主要研究文献不同的是，本文从信用评级的视角探讨其能否以及如何影响投资效率。本文通过实证研究发现：（1）下调信用评级会降低债务融资规模，提高债务融资成本，从而避免过度投资，但也会导致投资不足；上调信用评级会提高债务融资规模，降低债务融资成本成本，从而避免投资不足，但也会导致过度投资。（2）信用评级和投资效率之间的敏感性在声誉高的评级机构中更加明显。

（3）因债券人最为关注的是发行公司还本付息的能力，由于政府信誉的存在，信用评级和投资效率之间的敏感性在非国有企业中更加明显。

关键词：债券评级；融资成本；投资效率；声誉机制





## ABSTRACT

In the debt market, there exists information asymmetry between the bond issuers and investors, which may increase firms' debt financing costs and moreover lead to credit and loan mismatch. Therefore, increasing information supply is an effective way to mitigate the information asymmetry in the bond market and deduce the cost of debt capital. As effective information supply, credit rating tells investors the debtors' capacity of repaying capital and interests and the default risk. What's more, credit rating can lower the cost of debt, mitigate information asymmetry between debtors and investors, and decrease the credit risk in the financial investment, ultimately promoting the sound development of China's bond market. Since China's bond market has developed in a short time, there is less research on credit rating, a signal indicator. Most of such existing related study in the Chinese market mainly focuses on the recital analysis, less on empirical research.

Differing from existing major research, this paper explores whether and how credit rating can influence investing efficiency. the empirical test finds that (1) downgrading credit rating can crease debt financing scale and costs, thus avoiding overinvestment or may resulting of underinvestment; Upgrading credit rating reduce debt financing scales and costs , thus avoiding underinvestment or may lead to overinvestment (2)The sensibility between credit rating and investing efficiency seems more visible in the rating agencies with well reputation (3) bond investors care most about debtors' capacity of repaying capital and interests. As the government enjoys good reputation, the sensibility between credit rating and investing efficiency is more significant in the non-state-owned enterprises.

Keywords: credit rating; financing costs; investment efficiency; reputation mechanism

# 目录

目录.....	10
Contents.....	12
第一章绪论 .....	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 研究思路和论文框架 .....	2
1.3 研究方法 .....	3
1.4 创新之处 .....	3
第二章相关概念界定 .....	4
2.1 信用评级 .....	4
2.2 投资效率 .....	5
第三章相关文献综述与理论基础 .....	7
3.1 信用等级的研究 .....	7
3.1.1 信用等级的有效性.....	7
3.1.2 信用等级的影响.....	8
3.2 公司投资效率研究 .....	10
3.2.1 投资效率的含义.....	10
3.2.2 投资效率的计量.....	12
3.2.3 投资效率的影响因素研究.....	13
3.3 公司债务融资成本研究 .....	13
3.3.1 债务融资成本的含义.....	13

3.3.2 债务融资成本的计量 .....	14
3.3.2 债务融资成本的影响因素研究 .....	15
第四章研究假设 .....	16
第五章研究设计 .....	19
5.1 数据来源与样本选取 .....	19
5.1.1 数据来源 .....	19
5.1.2 样本选取 .....	19
5.2 变量构建 .....	19
5.3 研究模型与变量定义 .....	20
第六章统计结果和实证分析 .....	23
6.1 描述性统计 .....	23
6.1.1 评级信息分布 .....	23
6.1.2 评级机构市场份额分布 .....	23
6.1.3 全变量的描述性统计 .....	24
6.2 相关系数矩阵 .....	24
6.3 实证分析 .....	25
6.3.1 信用评级调整对投资效率的影响 .....	25
6.3.2 声誉机制对信用评级-投资效率敏感性的影响 .....	27
6.3.3 产权性质对信用评级-投资效率敏感性的影响 .....	28
6.4 进一步分析：信用评级对债务融资规模和成本的影响 ...	29
6.5 稳健性检验 .....	31
第七章结论与未来研究方向 .....	32
7.1 主要研究结论 .....	32
7.2 研究局限与未来研究方向 .....	32

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Implications.....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Introduction of Research Questions.....	1
1.1.2 Implications for Research.....	1
<b>1.2 Research Ideas and Papers Framework.....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 Research Methodology.....</b>	<b>3</b>
<b>1.4 Innovations of This Paper.....</b>	<b>4</b>
<b>Chapter 2 Related Concepts.....</b>	<b>5</b>
<b>1.1 Credit Rating.....</b>	<b>5</b>
<b>1.2 Investment Efficiency.....</b>	<b>6</b>
<b>Chapter 3 Literature Review andTheory Foundation .....</b>	<b>8</b>
<b>3.1Reviews about Credit Rating.....</b>	<b>8</b>
3.1.1 The Effectiveness of Credit Rating.....	8
3.1.2 The Influence of Credit Rating.....	9
<b>3.2 Literature Review aboutInvestment Efficiency.....</b>	<b>11</b>
3.2.1 The Concept of Investment Efficiency.....	11
3.2.2 The Measure of Investment Efficiency.....	13
3.2.3 The Influence Factor of Investment Efficiency.....	14
<b>3.3 Literature Review about Debt Financing Costs.....</b>	<b>14</b>
3.3.1 The Concept of Debt Financing Costs.....	14
3.3.2 The Measure of Debt Financing Costs.....	15
3.3.3 The Influence Factor of Debt Financing Costs.....	16
<b>3.4 Theory Foundation.....</b>	<b>17</b>
3.4.1 Asymmetric Information Theory.....	17
3.4.2 Signaling Theory.....	19
<b>Chapter 4 Research Hypotheses.....</b>	<b>20</b>

<b>Chapter 5 Research Design.....</b>	<b>23</b>
<b>5.1 Sample Selection and Data Sources.....</b>	<b>23</b>
5.2.1 Data Sources.....	23
5.2.2 The Sample Selection.....	23
<b>5.2 Variable Definitions.....</b>	<b>23</b>
<b>5.3 Model Construction.....</b>	<b>14</b>
<b>Chapter 6 Empirical Analysis.....</b>	<b>27</b>
<b>6.1 Descriptive Statistics.....</b>	<b>27</b>
6.1.1 The Distribution of Credit Rating.....	27
6.1.2The Market Share of Rating Agencies.....	27
6.1.3Descriptive Statistics.....	28
<b>6.2 Correlation coefficient matrix.....</b>	<b>28</b>
<b>6.3 Analysis of Regression Results.....</b>	<b>29</b>
6.3.1 The Influence of Credit Rating to the Efficiency of Investment.....	29
6.3.2 The Influence of Reputation Mechanism.....	30
6.3.3 The Influence of Property.....	32
<b>6.4Further Research.....</b>	<b>33</b>
<b>6.5 Robustness Test.....</b>	<b>34</b>
<b>Chapter 7 Conclusion and Future Research.....</b>	<b>36</b>
<b>7.1 Research Conclusion.....</b>	<b>36</b>
<b>7.2 Study Limitations Possible Future Research Directions.....</b>	<b>36</b>
<b>References.....</b>	<b>37</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>42</b>



## 第一章绪论

### 1.1 研究背景与研究意义

#### 1.1.1 研究背景

新古典经济学的理论中,决定企业投资的唯一的因素就是投资项目的边际价值,但越来越多的研究发现,市场不完备所引起的负面效果会影响市场有效性,从而使得公司投资偏离最优水平,其中一个重要的原因就是信息不对称。

由于存在信息不对称,企业更有动机阻止与违约风险有关的负面消息进入市场,投资者将索取更高的风险溢价,使企业外部融资的成本增加(HandaandLinn, 1993)<sup>[1]</sup>,从而影响投资效率。提高信息透明度、减少信息不对称可以降低企业的债务融资成本(DeBoskey and Gillett, 2013)<sup>[2]</sup>,而信用评级作为重要的信息来源可有效缓解信贷市场的信息不对称,这样能够降低交易成本,增强交易流动性,进而减少公司的外部融资成本,提高企业的投资效率。

债券投资者的决策可能主要依赖于评级机构出具的评级报告(Katz, 1974),证券评级机构根据评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素发生的重大变化,对其跟踪评级进行调整,并且给出该变化是怎样对评级对象信用等级造成影响,并将其最终判断结果反映在信用评级中。调高信用评级意味着企业发展前景和较强的未来偿债能力变乐观,投资者要求的风险溢价降低。调低信用评级意味着企业发展前景和未来的偿债能力变悲观,投资者要求的风险溢价提高。

从发展的总体情况来看,信用评级在债务市场乃至资本市场中的地位越来越举足轻重,信用评级的调整对企业投融资行为产生重要的影响。不过到目前为止却很少有专家学者对信用评级调整与投资效率之间的关系进行特别研究。

#### 1.1.2 研究意义

根据已有的研究,对信用评级调整的研究文献主要集中在其对债券和股票价格、债券发行成本和公司的资本结构决策的影响。现有文献对投资效率的影响因素研究比较成熟,主要从自由现金流的角度研究,但是从信用评级的角度研究对

投资效率的影响的研究几乎凤毛麟角。本文的研究目的在于借鉴前人的研究方法和成果,探讨信用评级的调整对投资效率的影响,全面认识信用评级的信号作用。本研究试图回答下列问题:信用评级调整能否影响企业的投资效率?如果能,是通过怎样的机制进行影响?评级机构的声誉能否影响信用评级调整对投资效率的敏感性?以上问题对于指导我们国家制定有关信用评级准则、规范信用评级市场,保护投资者利益以及维护资本市场健康、稳定、高效运行有重要的理论和现实意义。

## 1.2 研究思路和论文框架

本文以信息不对称理论和信号传递理论作为理论基础,考察了信用评级的调整对投资效率的影响。首先,提出本文的问题:信用评级调整能否影响企业的投资效率?如果能,是通过怎样的机制进行影响?评级机构的声誉能否影响信用评级对投资效率的敏感性?其次,本文利用 Richardson (2006) 的模型计算出全样本的投资效率,再用信用评级的调整对其进行回归。

本文由七个章节组成,理所当然第一章是绪论,该章的主要内容是本文的研究背景、研究意义、文章框架、研究方法以及本文的创新之处。后续内容顺承第一章的内容展开阐述。

第二章是相关概念界定,对本文的两个关键变量:信用评级与投资效率进行了界定。

第三章是文献综述与理论基础,本章是关于国内外相关的文献的梳理总结,其中第一小节梳理回顾了国内外信用评级方面的文献;第二小节梳理回顾了国内外关于债务融资成本研究的文献,对研究现状和成果进行了介绍;第三小节回顾了国内外学者关于投资效率的文献。最后提炼出本文的两个理论基础:信息不对称理论和信号传递理论。

第四章是研究假设,在以往文献研究的基础上,结合我国资本市场的特殊情况,推理出信用评级与投资效率之间的关系,提出本文的假设。

第五章为研究设计,首先对数据来源和样本的选择情况进行了介绍,然后对各个变量的代理变量进行阐述,并根据 Richardson (2006) 的模型对投资效率进



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库